

公司研究 | 点评报告 | 瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境 2025H1 预告点评：H1 剔除一次性影响业绩同比增 27.7%，运营效率持续提升

报告要点

2025 年 7 月 14 日，瀚蓝环境发布 2025 年半年度业绩预增公告。2025 年半年度实现归母净利润 9.67 亿元，同比增加 9.00% 左右，剔除一次性往期收益（约 1.3 亿元）同比增加约 27.71%。Q2 剔除并购及一次性因素影响后预计内生业绩同比增速为 16.8%，运营效率持续提升。公司 6 月 2 日完成粤丰环保私有化，下半年预计新增多地对外供热业务，看好公司 EPS+股息率同步提升。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001
SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境 2025H1 预告点评: H1 剔除一次性影响业绩同比增 27.7%，运营效率持续提升

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年半年度业绩预增公告。2025 年半年度实现归母净利润 9.67 亿元，同比增加 9.00% 左右，剔除一次性往期收益（约 1.3 亿元）同比增加约 27.71%；实现扣非归母净利润 9.06 亿元，同比增加 3.94% 左右，剔除一次性往期收益同比增加约 22.17%。

事件评论

- **Q2 内生业绩同比增长约 16.8%**。Q2 表现实现归母净利润 5.47 亿元，同比增长 8.05%，剔除并购及一次性因素影响后内生业绩同比增速约为 16.8%。并购及一次性因素包括：1) 2024H1: 存济宁固废电费、金沙城北污水处理厂扩容项目污水处理费等一次性收益约 1.3 亿元；2) 2025H1: ①6 月起并表粤丰环保（公司持股 52.44%）带来 6 月归母净利润增加约 5000 万元，②子公司江西瀚蓝能源原股东业绩赔偿（相关赔偿额约 4564 万元，参考 2024 年情况取公司整体税率为 19.4%，测算得对业绩贡献约为 3679 万元）。
- **运营效率持续提升**。上半年公司内生业绩增长良好主要得益于公司持续落实降本增效举措取得良好成效，保持较高运营效率。参考 Q1 经营数据，在 Q1 对外供热同比增 58.91% 达 48.23 万吨（营收 0.70 亿元，同比+62.02%）、垃圾焚烧量同比降 2.22% 的基础上，公司 Q1 吨发/吨上网同比增长 4.95% 和 6.17%，达 396.60 度和 349.15 度，发电效率持续提升，带动 Q1 毛利率同比提升 2.43pct 至 32.3%，预计后续相关管理措施将持续推进。
- **6 月 2 日完成粤丰环保私有化**。并购完成后瀚蓝环境垃圾焚烧规模（含参股）将增加 1.17 倍至 97590 吨/日，未来公司将持续整合资源，实现多维度融合。
- **下半年预计新增多地对外供热业务**。2025 年上半年公司新增 4 个供热项目签订对外供热协议，目前合计已有 29 个焚烧项目签订协议（其中内生 18 个，粤丰 11 个），其中 19 个项目已实现对外供热。内生的南海项目、贵阳项目和和平项目，粤丰东莞市区项目和横沥项目预计在今年下半年将以管道供热或移动供热的形式开始对外供热。
- **垃圾焚烧在手项目逐渐投产，布局海外市场**。截至 2025 年 4 月 10 日，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 35,750 吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模为 31,250 吨/日（2024 年新增投产 800 吨/日，2025Q1 新投产 650 吨/日），在建/未建项目规模 750/3,750 吨/日，随着项目逐渐投运，未来仍有一定运营利润贡献。此外公司考虑到国内市场逐渐饱和，开始积极布局东南亚等海外市场，泰国曼谷农垦二期项目（1400 吨/日）和安努项目（1400 吨/日）已于 2024 年 2 月开工，目前进展顺利，项目投运将增厚公司投资收益。前期与纳莎环境签署合作备忘录，共同探索马来西亚固废业务合作。
- **投资建议**：公司承诺 2024-2026 年每股股息增长不低于 10%，若 2025 年分红比例维持 2024 年水平，对应 2025 年股息率为 3.63%（鉴于过去几年公司持续提升分红比例，且未来资本开支下行，若分红比例提升至 50%，对应股息率为 4.64%）。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.6/22.1/24.6 亿元，对应的 PE 分别为 10.8x/9.1x/8.2x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险；
- 2、项目进度低于预期风险。

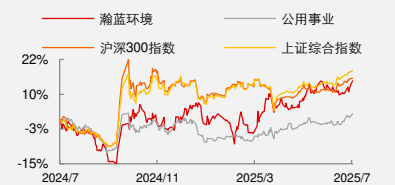
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	24.56
总股本(万股)	81,535
流通A股/B股(万股)	81,535/0
每股净资产(元)	16.96
近12月最高/最低价(元)	25.69/18.47

注：股价为 2025 年 7 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《瀚蓝环境 2025Q1 点评：归母净利润同比增长 10.26%，运营效率明显提升》2025-05-02
- 《瀚蓝环境 2024A 点评：归母净利润同比增长 16.39%，私有化粤丰预计上半年完成》2025-04-11
- 《瀚蓝环境跟踪：布局售电业务，私有化先决条件已全部完成》2025-03-18

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：固废项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11886	13696	15736	16131	货币资金	4258	2019	4764	13343
营业成本	8447	9216	10134	10317	交易性金融资产	139	139	139	139
毛利	3439	4480	5602	5814	应收账款	4252	1914	2071	2131
%营业收入	29%	33%	36%	36%	存货	226	226	251	255
营业税金及附加	108	130	157	129	预付账款	181	198	217	221
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1887	2065	2265	2304
销售费用	116	164	173	161	流动资产合计	10943	6561	9708	18394
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	1344	1613	1882	2151
管理费用	726	1096	1180	1129	投资性房地产	71	71	71	71
%营业收入	6%	8%	8%	7%	固定资产合计	5616	6822	6518	6205
研发费用	74	96	110	113	无形资产	12121	26175	24928	23681
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	413	413	413	413
财务费用	499	512	589	582	递延所得税资产	288	288	288	288
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他非流动资产	8509	8381	8252	8123
加：资产减值损失	-20	-77	-77	-77	资产总计	39305	50323	52059	59326
信用减值损失	-113	-150	-300	-300	短期贷款	2517	5704	0	3000
公允价值变动收益	-11	0	0	0	应付款项	3139	3425	3766	3834
投资收益	127	110	126	129	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2085	2547	3241	3553	应付职工薪酬	328	358	394	401
%营业收入	18%	19%	21%	22%	应交税费	304	350	403	413
营业外收支	12	0	0	0	其他流动负债	4108	4213	4338	4363
利润总额	2097	2547	3241	3553	流动负债合计	10397	14051	8901	12011
%营业收入	18%	19%	21%	22%	长期借款	9964	12964	16964	17964
所得税费用	413	484	655	696	应付债券	1530	3530	3530	3530
净利润	1684	2063	2586	2857	递延所得税负债	612	612	612	612
归属于母公司所有者的净利润	1664	1857	2206	2457	其他非流动负债	1583	1883	2183	2483
少数股东损益	20	206	380	400	负债合计	24084	33039	32189	36599
EPS (元)	2.04	2.28	2.71	3.01	归属于母公司所有者权益	13402	15259	17465	19922
					少数股东权益	1819	2025	2405	2805
现金流量表 (百万元)					股东权益	15221	17284	19870	22727
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	39305	50323	52059	59326
经营活动现金流净额	3273	6676	5117	5286					
取得投资收益收回现金	31	110	126	129	基本指标				
长期股权投资	-269	-269	-269	-269		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1664	-16685	-184	-184	每股收益	2.04	2.28	2.71	3.01
其他	65	0	0	0	每股经营现金流	4.01	8.19	6.28	6.48
投资活动现金流净额	-1837	-16844	-327	-324	市盈率	11.58	10.79	9.08	8.15
债券融资	1028	2000	0	0	市净率	1.44	1.31	1.15	1.01
股权融资	1219	0	0	0	EV/EBITDA	8.62	9.84	7.35	6.19
银行贷款增加(减少)	171	6188	-1704	4000	总资产收益率	4.2%	3.7%	4.2%	4.1%
筹资成本	-903	-559	-640	-683	净资产收益率	12.4%	12.2%	12.6%	12.3%
其他	-207	300	300	300	净利率	14.0%	13.6%	14.0%	15.2%
筹资活动现金流净额	1308	7929	-2045	3617	资产负债率	61.3%	65.7%	61.8%	61.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2744	-2239	2745	8579	总资产周转率	0.30	0.27	0.30	0.27

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。